27/8/02

תיאוריית הקשר

מהפכת ההיי־טק לא היתה ממש מהפכה. הקשר בין צמיחה „ריאלית" לבין הרווחים „הפיננסיים" רופף, אם בכלל. מיזוגים והשתלטויות מניעים את הבורסות הדוהרות (כשהן דוהרות) ■ כמה מיתוסים על תקופות גאות ושפל

יהונתן ניצן ושמשון ביכלר

האמונה

בשנות ה־90 סיפרו לנו האנליסטים על יצור חדש ושמו „הכלכלה החדשה". על־פי הבשורה החדשה, הולך ושוקע העולם הריכוזי הישן, שמבוסס על קונצרנים ביורוקרטיים גדולים, החולשים על תעשיות כבדות וחומרי גלם נדירים באמצעות ההגנה שמספקות ממשלות לא יעילות. את מקומה של הכלכלה הישנה תופסת כלכלה דינמית ותחרותית וחדשנית, שבה פועלים יזמים מזן חדש, הלוא הם מהפכני ה„היי־טק" וממציאי ה„ידע".

בעולם אמיץ־חדש זה, בעלי ההון הגדולים של העבר פינו את מקומם ליזמים קטנים וזריזים המגייסים הון בבורסה וקשובים לטעמם של הצרכנים. משום כך בשנות ה־90 היה מקובל לחשוב, שהשגשוג בשוקי ההון היה תוצאה ישירה של הפיתוח המהיר של טכנולוגיות מתקדמות על רקע פריחתה של „הכלכלה החדשה".

ההיגיון של בשורת „הכלכלה החדשה" נראה מלבב ומשכנע: מהפכת ה„היי־טק" יצרה קפיצה ענקית בפריון. כתוצאה מכך היא משכה אליה זרם ענקי לא פחות של השקעות ריאליות. שני התהליכים המקבילים האלה חוללו צמיחה כלכלית מהירה וצמיחה עוד יותר מהירה של רווחים. וכאשר הרווח עולה, ברור שמחירי המניות עולים ושוקי ניירות הערך גואים.

מאז תחילת שנות ה־2000 משהו השתבש בתהליכים האלה, והכול נראה כחולף הפוך: מהפכת ה„היי־טק" פסקה מלהרשים את קוני המניות; רמת ההשקעות ירדה; האופוריה התחלפה בדיכאון, והשוורים שהרימו בלהיטות את מחיר המניות למעלה, התגלו כעדר של מיואשים הבורחים משריפה שחורכת את זנבם.

מה שחשוב הוא שבשני המקרים, גם בגיאות וגם בשפל, הטיעונים בנויים על אותו היגיון: קיים מבנה תשתית שהוא כלכלה „ריאלית", והגיאות והשפל בביצועים ה„ריאליים" משתקפים בעולם־העל ה„פיננסי". אם הכלכלה ה„ריאלית" לא מפיקה מכירות של ממש וניירות הערך ממשיכים לעלות, פירושו של דבר שהולכת ונוצרת „בועה". מוכרח בסופו של דבר להיות קשר בין השקעה „ריאלית" לבין השקעה „פיננסית". עד כאן האמונה, אבל כרגיל, המציאות קצת שונה.

המציאות

ראשית, מהפכת ה„היי־טק" לא היתה בדיוק מהפכה. לכל היותר היא הציגה טכנולוגיות חדשות בקידום מכירת ניירות ערך. דבר אחד ברור: „הכלכלה החדשה" לא הובילה לקפיצה בפריון. בשנות ה־90 אמנם עלו מדדי הפריון בארה"ב, אולם הם היו נמוכים יחסית לתקופות הגיאות בעבר. בסקטור העסקי של ארה"ב עלתה התפוקה לשעה בשנות ה־90 ב־2% לשנה בממוצע. זוהי עלייה נמוכה יחסית לעשורים של שנות ה־50 וה־60, בהם עלה הפריון ב־3.5% בממוצע שנתי.

שנית, אכן היתה עלייה בהשקעות בשנות ה־90, אבל שוב, אם מודדים את ההשקעות כאחוז מהתוצר המקומי הגולמי, ההשוואה לעשורים קודמים אינה מעודדת: הן היו יותר נמוכות מאלו של שנות ה־70 ואפילו של שנות ה־80. יתר על כן, ההשקעות התרכזו בתחום צר למדי של טכנולוגיות תקשורתיות ויצרו צפיפות, כפילויות ובזבוז במחקר ובפיתוח. לא היתה כאן פריצת דרך טכנולוגית שהפריחה בעקבותיה צרורות של המצאות ופיתוחים בענפים מגוונים, כפי שאירע בעת המהפכה החשמלית של שנות ה־20 והמהפכה האלקטרונית של שנות ה־50.

עובדה שלישית שכל משקיע „רציונלי" למד על בשרו, היא שהשגשוג של הרווחים הטכנולוגיים בשנות ה־90 נבע יותר מפריון גבוה של רואי־חשבון ואנליסטים, אבל לא ברור מדוע גילו זאת רק לאחר המפולת.

בשורה התחתונה: הרווחים והפריון גדלו פחות מאשר רוב בני־האדם הוטעו לחשוב, ואם היה גידול בכלכלה ה„ריאלית", לא היה לו שום קשר עם מה שמכנים „כלכלה חדשה".

אם כן, מה קרה באמת? מה התרחש מאחורי ה„בום" של „הכלכלה החדשה"?

ההיגיון

מאז סיומה של מלחמת העולם השנייה ארה"ב היתה המנוע הראשי שהזין את צמיחת שוקי ההון בעולם. אבל כבר משנות ה־50 הקשר בין הצמיחה ה„ריאלית" לבין הרווחים „הפיננסיים" היה מפוקפק. למעשה, הבורסה של ניו־יורק ולאחריה של הנאסד"ק, לא תפחו בגלל הפעילות „הריאלית" של המפעלים התעשייתיים המרכזיים, אלא בגלל הפעילות הפיננסית של הפירמות ששלטו במפעלים האלה, ובעיקר, משום שהן שלטו בצמתים האסטרטגיים של הייצור בארה"ב. הפעילות הפיננסית שחוללה את התנפחות הנכסים והמניות, נעשתה בעיקר באמצעות מנוע רב עוצמה ועתיר תחכומים: מיזוגים, השתלטויות ורכישות־הדדיות של ניירות־ ערך.

הנה, ערך המיזוגים והרכישות בשנות ה־40 היה בסביבות 5% בלבד מתוך ערך „ההשקעה הריאלית". אולם מאז משבר הבורסה של שנות ה־70 הוא זינק מעלה והגיע בשנת 2000 עד 150%. למעשה, כאשר לא מודדים בממוצעים נעים של 5 שנים, יוצא שב־1999 היה ערך המיזוגים והרכישות של המניות יותר מפי שלושה מערך „ההשקעה הריאלית".

ואכן, השגשוג המפורסם של הבורסה האמריקנית בשנות ה־50 וה־60 בא יחד עם גל המיזוגים המפורסם לא פחות. בתחילת שנות ה־70 פסקו המיזוגים ועמם התחוללה המפולת המפורסמת של הבורסה מתקופת ניקסון. מאז תקופת רייגן בתחילת שנות השמונים, החל גל חדש של מיזוגים והשתלטויות, אלא שהפעם הוא לא הצטמצם רק לארה"ב. בסוף שנות ה־80 כבר היה ברור שמדובר בגל מיזוגים ורכישות ברמה גלובלית. הגל קיבל את תנופתו הגדולה עם נפילת ברית־המועצות ופתיחת „השווקים המתעוררים". בישראל הוא התבטא, לא רק באמצעות קניית נכסים במחירים גבוהים על ידי משקיעים זרים, אלא בעיקר באמצעות קניית עסקי הסטארט־אפ בענפי המידע והתקשורת על ידי פירמות טרנסלאומיות. זה היה המנוע העיקרי של התנפחות מדדי המניות בשנות ה־90 ברחבי העולם.

השבר והשוד

מאיסוף מבוקר של קטעי עיתונים המצב ברור: מאז שנת 2000 גל המיזוגים שכך ובשנת 2001 הוא כמעט ופסק. כמובן, עם קץ הגל, קרסו הבורסות בעולם ועימם התנפצה אגדת „הכלכלה החדשה".

בשורה התחתונה: גל ארוך של 20 שנות מיזוגים הסתיים, ויהיה צורך בהמתנה מסויימת (מכנים זאת „מיתון") עד שתתפתח קדחת אופורית חדשה שתסמן גל חדש של מיזוגים בורסאיים. בבוא הגל הבא של מיזוגים ורכישות, האנליסטים ייאלצו לשבור ראשם ולהמציא אגדה חדשה שתתרץ את הרווחים באמצעות מהפכה „ריאלית" חדשה כלשהי.

■ הכותבים הם מחברי הספר „מרווחי מלחמה לדיבידנדים של שלום" בהוצאת כרמל